Um quarto de século de regimes cambiais na América Latina

Amaury Patrick Gremaud
Márcio Bobik Braga

5.1 Introdução

Ao longo dos últimos 25 anos da última década do século XX aos dias de hoje, várias experiências com políticas cambiais foram observadas em diversos países da América Latina. Tais experiências, além de servirem como referência para estudos sobre o comportamento da taxa de câmbio, colocaram em destaque pelo menos duas questões: i) as opções de políticas de estabilização, as chamadas "âncoras cambiais" e ii) a capacidade dos países em adotarem os possíveis regimes cambiais. Por outro lado, o debate sobre a experiência cambial na América Latina reacende a discussão sobre as dificuldades de se escolher entre diferentes regimes cambiais em ambientes de grande instabilidade financeira.

Se tomarmos a classificação dos regimes cambiais dos países latino-americanos feita pelo FMI em 2014, mesmo que se possa divergir sobre a classificação adotada pelo FMI, vemos grande diversidade de experiências.

Regimes cambiais dos países latino americanos em 2014.

Regime cambial	Países
Não existencia de moeda nacional (dolarização)	Panama, Equador, El Salvador
Cambio fixo - Currency Board	Antigua, Dominica
Cambio fixo ou semelhante	Venezuela, Bahamas, Guiana, Bolivia, Costa Rica, Belize
Crawling Pegged ou semelhante	Argentina, Nicaragua, Honduras, Jamaica, Haiti. Guatemala Republica Dominicana
Flutuação com metas de agregados monetario	Uruguai
Flutuação suja com metas de inflação	Brasil, Colombia , Peru, Paraguai
Flutuação Livre com metas de inflação	Chile e Mexico

Fonte: FMI (2014)

Ao longo dos últimos anos existiram mudanças importantes, alguns regimes desapareceram - como o de bandas cambiais -, outros diminuíram de importância - os de câmbio fixo - e alguns aumentaram de importância, como foi o caso dos regimes de flutuação.

O presente capítulo tem por objetivo sintetizar esta alternância de regimes cambiais utilizados nos países latino-americanos bem como as suas consequências e implicações.

5.2 Os regimes cambiais e a abertura financeira

Como visto no capítulo anterior, entende-se por regime cambial o conjunto de regras e instituições que regulam o funcionamento do mercado cambial. Dentre essas regras, um conjunto delas define a forma como os preços (as taxas de câmbio) se formam, outro conjunto estabelece qual a possibilidade de acesso de residentes de um país às moedas, títulos e ações de outros países.

Nesse último sentido, a total abertura do mercado cambial e a livre transação entre moedas se contrapõem a um sistema que impõe limites às transações de residentes de um país com a moeda de outros países. O quadro abaixo apresenta as opções entre um sistema com conversibilidade restrita ou plena conversibilidade.

Regimes cambias: diferentes possibilidades

		Quanto à conversibilidade	
		c) Restrita	d) Plena
Quanto à formação de preços	a)Fixo	1	2
	b)Flutuante	3	4

Podemos dizer que no final do século passado boa parte dos países latino-americanos transitaram de regimes cuja conversibilidade era restrita para situações menos restritivas com a liberalização financeira (ou cambial) ocorrida na transição entre o século XX e o XXI. O debate sobre a volta de restrições ao mercado cambial (com o retorno de algumas medidas fechando financeiramente as economias) foi experimentado nos últimos anos, mas, comparado com a década de 80, a maior parte dos países se encontra

atualmente em regimes de conversibilidade mais próxima da “plena” do que da “restrita”. A América Latina passou da situação 1 no quadro acima para a posição 4.

Obviamente existem importantes exceções à tendência acima apresentada, tanto de países onde o grau de restrição na década de 80 era menor, como de países que na década atual mantém fortes restrições à conversibilidade e a utilização de mercados múltiplos de cambio, como são os casos da Venezuela e de Cuba; mesmo que neste último caso tenha ocorrido também uma abertura, fortes restrições perduram, tanto que temos mercado paralelos nestes países.

Em vários países latino-americanos as restrições ao funcionamento do mercado cambial foram muito usadas nos anos 80, a ponto de forçar o aparecimento de mercados cambiais paralelos (também conhecido como mercado negro), ou seja, vivia-se, nestes países em regimes cambiais com conversibilidade restrita das moedas nacionais em estrangeiras. Esta situação ocorreu muito em função da assim chamada crise da dívida externa vivida por estes países no início daquela década. São exemplos dessas limitações as proibições ao envio de recursos ao exterior acima de determinados limites ou mesmo fortes empecilhos na obtenção destes recursos até para se fazer viagens ao exterior, além de limitações para remessas de lucros e pagamentos de juros e dividendos. Normalmente na década de 80 se estabeleceram principalmente limites à saída de recursos. Em alguns casos, as restrições se manifestam a partir da existência dos denominados mercados múltiplos de câmbio: a existência de diferentes taxas em diferentes mercados.

Já na década de 1990, a maior parte dos países latino-americanos, dentro dos programas de reformas liberais, promoveram “aberturas financeiras” ou “liberalizações financeiras”, diminuindo as restrições de acesso ao mercado cambial, acabando inclusive com os mercados paralelos de câmbio. Os, então existentes, limites aos agentes nacionais em adquirirem moeda estrangeira se viram fortemente diminuídos e muitas restrições a aquisição de divisas foram retiradas. Interessante notar também que, dentro deste movimento de abertura financeira, o acesso dos ofertantes de moeda estrangeira nos mercados nacionais também foi facilitado ou mesmo promovido. Assim restrições tanto às remessas posteriores de lucros, juros e dividendos obtidos por estrangeiros nos mercados financeiros latino americanos foi facilitado como o próprio ingresso é franqueado em áreas em que, dependendo do país, antes era proibido a não residentes, como mercado de renda fixa, bolsas de valores ou determinados investimentos diretos em setores como terras e explorações minerais, ou ainda setores bancários e de utilidades públicas.

Essa abertura, contudo, expôs os países à volatilidade dos mercados financeiros internacionais, que se expandiram sobremaneira, com consequências positivas e negativas amplamente discutidas desde o início

deste processo.[1]

Normalmente os aspectos positivos da plena conversibilidade estão ligados à chamada ampliação da eficiência alocativa trazida pela abertura financeira, ou seja, os países passaram, por um lado, a ter maior acesso à poupança externa para financiar as suas absorções internas, especialmente os investimentos; e, por outro lado, também permitiram que os poupadores residentes na América latina ampliassem suas possibilidades de aplicação e de busca de rentabilidade fora de seu próprio país. Normalmente, também como parte desta maior eficiência alocativa, imagina-se que esta abertura permitiu uma diminuição do spread ou do custo da intermediação financeira, dado que se buscou e se aplicou capital em um mercado mais amplo e concorrencial.

Pelo lado negativo estão a instabilidade e os risco associados à chamada globalização financeira aos quais a abertura expôs os países que a ela aderiram. Assim os países latino americanos passam a estar expostos as crises internacionais que não foram poucas no período, como é o caso da crise "ponto com", asiática, russa e a grande crise de 2008, além da instabilidade dos fluxos de capitais acarretando crises dentro da própria América Latina como foram os casos das crises mexicana, brasileira ou argentina. Esta instabilidade dos fluxos de capitais traz riscos importantes para as economias latino americanas, como a exposição a ataques especulativos especialmente quando os fluxos são dominados por capitais de curto prazo, ou o chamado *hot money.* Estes riscos suscitaram a volta da imposição de alguns mecanismos de controle de capitais como as quarentenas utilizadas pelo Chile já nos anos 70. Também restrições à condução da política econômica aparecem com a abertura financeira, dificultando especialmente se conseguir ter autonomia na condução da política monetária em conjunto com a manutenção de uma taxa de câmbio estável. O forte ingresso de capitais pode trazer também outros problemas como a exposição excessivas de empresas e formação de bolhas em mercados específicos.

Um risco importante da abertura a depender do comportamento os fluxos de capitais está no próprio mercado cambial. As oscilações destes fluxos dificultam a estabilização da taxa em regimes de câmbio flutuantes ou a própria manutenção de regimes cambiais fixos ou próximos a eles. Assim, como veremos no próximo item deste capitulo, muitos países latino americanos ao mesmo tempo que abriram suas economias financeiramente tiveram que abandonar regimes de câmbio fixos (ou semelhantes) e caminhar em direção a regimes flutuantes (no quadro 5.1 siando de "a" para "b", completando assim a passagem de 1 para 4).

A entrada de capitais, sobretudo quando muito intensa, pode, por exemplo, em regimes de câmbio flutuantes forçar uma valorização excessiva da taxa de cambio o que acarreta consequências indesejadas sobre o comercio exterior do país e mesmo sobre o estilo de desenvolvimento destas economias,

como foi efetivamente o caso do debate acerca da desindustrialização em alguns países de América Latina nos anos recentes; suscitando inclusive que algumas destas economias como foi o caso de Brasil, Colômbia e Chile, por exemplo, retomasse algumas experiências de limitações aos fluxos de capital como a imposição de impostos ou as já citadas "quarentenas" sobre o ingresso de capital.

5.3 Das ancoragens cambiais à flutuação

Do ponto de vista da formação de preços no mercado cambial, também como foi visto no capítulo anterior, há dois grandes grupos de regimes cambiais que diferem quanto à formação do preço (ou seja, da taxa de câmbio) no mercado de câmbio: o de taxas fixas e o de taxas flexíveis. Entretanto, diante das experiências no mundo contemporâneo, há, na verdade, uma grande variedade de opções de política.

Associado a modelos de câmbio fixo, pode-se ter:

- O cambio fixo simples
- O *currency board,*
- O crawling pegged (minidesvalorizações)
- A dolarização da economia
- A união monetária com outros países,

Ainda são possíveis esquemas intermediários, como:

- Um sistema de bandas simétricas mais longas ou mais curtas;
- As bandas assimétricas
- As crawlling bands (bandas que se deslocam)

Dentro de um regime de câmbio flexível é possível, também:

- Um mercado totalmente livre de intervenções do governo;
- A chamada flutuação suja (*dirty floating*) sem objetivos definidos para intervenção do governo
- Uma flutuação com forte intervenção governamental, porém essa intervenção pode seguir uma lógica anunciada, por exemplo em um regime de meta de inflação ou de meta de agregados monetários

:

No caso do regime de taxas de câmbio fixas, como o próprio nome sugere, o valor da taxa de câmbio do país é determinado pela autoridade monetária. O que se ajusta no mercado cambial é apenas a quantidade demandada e ofertada

àquele valor. Na verdade, nesse regime, o governo intervém de modo a equilibrar a oferta e a demanda de divisas no nível da taxa de câmbio estabelecida. Desse modo, as oscilações na demanda e na oferta de divisas não repercutem sobre a taxa de câmbio, mas apenas sobre o volume de reservas internacionais do país, com implicações sobre a oferta de moeda primária. Esse sistema, *grosso modo*, prevaleceu entre os países desenvolvidos na virada do século XIX para o XX e no pós-Segunda Guerra Mundial. Depois do fim do chamado sistema monetário internacional de *Bretton Woods*, ocorrido no início dos anos 1970 houve grande instabilidade nos mercados cambiais internacionais e muitas oscilações nos regimes cambiais. Nesse contexto, boa parte dos países desenvolvidos adotaram regimes de câmbio flutuante, com menor intervenção do governo.

De um modo geral, no sistema de taxas de câmbio flutuante há liberdade no mercado cambial. Nesse caso, o governo intervém apenas como ofertante e demandante de divisas em função de suas necessidades, do mesmo modo que o setor privado. Assim, as alterações na oferta e na demanda de divisas têm efeito sobre a taxa de câmbio, que deverá se valorizar ou desvalorizar em função de tais alterações.

Um sistema muito utilizado a partir de meados da década de 1970 foi o de flutuação suja. Esse sistema difere do anterior por estar sujeito a importantes intervenções do governo, com diferentes objetivos por parte do governo, no passado em geral buscava-se diminuir a volatilidade associada a um mercado cambial livre. Mas pode-se ter outros objetivos. Nesse sentido se o comportamento do mercado for instável ou se o patamar da taxa de câmbio estiver atrapalhando o desempenho econômico, ocorre então intervenção para estabilizar ou direcionar a taxa para um patamar desejável.

No final da década de 1970, com a emergência do Sistema Monetário Europeu, ganhou força outro regime cambial, denominado sistema de bandas. Esse sistema conta com a seguinte lógica: definem-se os valores limites que a taxa de câmbio pode assumir e, dentro desses limites, o sistema funciona como se fosse o de câmbio flutuante. Assim, fica estabelecida uma taxa central e um intervalo de variação, por exemplo, mais ou menos x%. Quando existe uma pressão pela desvalorização da moeda nacional, levando o sistema ao limite inferior, o Banco Central intervém vendendo moeda estrangeira e comprando moeda nacional. No caso oposto, quando o mercado é pressionado no sentido de uma valorização cambial, o Banco Central age em sentido oposto. Em muitos casos, os Bancos Centrais intervêm nos mercados antes que se alcance os limites, evitando, inclusive, possíveis ataques especulativos. Estas são as chamadas intervenções intramargem. As dificuldades associadas a esse regime são: a definição da taxa central (dificuldade semelhante a se definir qual a taxa de câmbio em um regime de câmbio fixo) e a definição da amplitude das margens. Esses sistemas intermediários foram muito utilizados na década de

1980, porém nos anos 1990, existiu uma forte tendência de ampliação dos regimes flutuantes, que prevaleceram nas primeiras décadas do século XXI

As implicações econômicas sobre a adoção deste ou daquele regime cambial, particularmente sobre o desempenho do balanço de pagamentos e sobre a capacidade da autoridade econômica em executar políticas monetária e fiscal, são bastante conhecidas na literatura mais ainda bastante debatidas (ver Yi, G. 2013).

A partir das recentes experiências cambiais na América Latina, é possível explorar diferentes questões em torno das opções cambiais num contexto inicialmente de instabilidade macroeconômica, particularmente no que diz respeito a processos inflacionários crônicos, problemas de endividamento externo e a ocorrência de crises no sistema financeiro internacional, mas também de fortes influxos de capitais. Nesses contextos, surge, por exemplo, o conceito de "ancoragem cambial". Por outro lado, a utilização da taxa de câmbio como variável-chave em políticas de ajuste macroeconômico depende da capacidade da autoridade econômica em manter crível sua intenção no controle dessa variável, cuja instabilidade inerente é uma característica marcante num mundo de livre mobilidade de capitais financeiros. Já, anos depois, mesmo em situações de câmbio flutuante a tendência permanente de valorização cambial, por exemplo, pode colocar em questão o próprio estilo de desenvolvimento de um país, como veremos nos itens a seguir.

5.3.1 Ancoragem cambial e credibilidade

Nos países em desenvolvimento, especialmente na América Latina, a taxa de câmbio foi utilizada como um dos principais instrumentos de política econômica, tendo ocorrido uma tendência de forte influência do governo no mercado cambial. Utilizava-se, muitas vezes, o câmbio (ou sua desvalorização) com intuito de resolver problemas de balanço de pagamentos, promovendo ganhos de competitividade da economia e evitando que os ajustes nas contas externas se fizessem de maneira recessiva.

No final da década de 1970 e, especialmente, ao longo da década de 1980, a fixação da taxa de câmbio em diversos países em desenvolvimento passou a fazer parte de um conjunto mais amplo de medidas visando o controle da inflação. A transição de uma situação de inflação crônica para a estabilidade de preços requeria, pelo menos num primeiro momento, algum tipo de âncora nominal, isto é, a fixação do valor de uma ou mais variáveis econômicas, tendo como objetivo a contenção das demais variáveis nominais. Nesse conjunto de medidas, preços e salários foram as variáveis escolhidas como âncoras nominais prioritárias em inúmeros planos econômicos adotados em vários países, a

exemplo do Plano Austral, adotado na Argentina em 1985, e o Plano Cruzado, adotado no Brasil em 1986. Tais planos, denominados heterodoxos por utilizar instrumentos outros que não o controle monetário, tinham como pressuposto básico o congelamento de preços e salários da economia, buscando o fim da chamada inércia inflacionária. O fracasso desses planos acabou por tirar de cena as propostas heterodoxas de combate à inflação, trazendo à tona proposições ortodoxas, tais como abertura comercial e financeira, combate aos déficits fiscais e controles monetários rígidos. Entretanto, a necessidade de uma âncora não deveria ser descartada, cabendo à taxa de câmbio esse papel no novo contexto de políticas, por trazer vantagens no processo de abertura econômica e por contribuir para um maior controle monetário e fiscal.

Um problema enfrentado pelos planos de estabilização que utilizavam algum tipo de ancoragem na taxa de câmbio sempre foi o da credibilidade. O problema de credibilidade da ancoragem cambial assumiu diversas formas. Por um lado, existia a dúvida tradicional frente aos regimes de câmbio fixo, qual seja: a capacidade do governo em manter a taxa de câmbio no curto prazo dado o comportamento do balanço de pagamentos e das reservas internacionais. Por outro lado, existia uma forte expectativa dos agentes de que o governo, apesar de anunciar uma política de câmbio fixo, adotasse políticas que acabassem sendo incompatíveis com a rigidez da taxa de câmbio. Esse problema é conhecido na literatura como "inconsistência temporal da política econômica". Assim, por exemplo, a manutenção de déficits fiscais sistemáticos e sua monetização pressionam contra a manutenção da taxa fixa de câmbio.[1]

Se é importante considerar que, se o câmbio fixo tem vantagens associadas ao controle inflacionário, também é relevante considerar que a desvalorização da taxa de câmbio implica, por exemplo, em ganhos de competitividade, pelo menos no curto prazo. Apesar das perdas no ponto de vista inflacionário, os ganhos nas exportações e possivelmente no emprego e na renda no curto prazo podem ser os motivos que levariam o governo a romper com a âncora, uma vez que o governo pode possuir objetivos múltiplos e a cada momento faz uma avaliação custo-benefício da manutenção da taxa de câmbio. É interessante observar que esses possíveis ganhos podem ser ainda maiores (e as perdas menores) se a desvalorização for feita de modo inesperado pelo governo.[2]

Desse modo, além de existir uma tradição relativamente arraigada do governo em se valer da política cambial para obter ganhos de competitividade, existem fortes incentivos, percebidos pelos agentes, para que, em determinadas circunstâncias, o governo acabe por renegar a política anunciada (ver Agenor e Montiel, 1996). Isso, pelo menos em parte, explica as dificuldades de alguns planos de estabilização com ancoragem cambial: a sua falta de credibilidade induz um comportamento não cooperativo por parte dos agentes econômicos, dificultando a adoção de âncoras cambiais mesmo em países onde essa opção de política pretendia ser levada à frente com todos os custos a ela associados, dada

a sua vantagem em termos de combate aos processos inflacionários crônicos.

Frente a esses problemas de credibilidade e em ambientes de abertura financeira, algumas opções se fizeram valer para os diferentes países latino-americanos que optaram pela ancoragem cambial como estratégia estabilizadora, especialmente para aqueles onde a inflação passou a ser um problema severo:

- a persistência na política buscando obter essa credibilidade por meio de reputação e/ou sinalização, usando políticas correlatas (como a elevação das taxas de juros) de maneira intensa; ou seja, os governos entram na guerra das expectativas de modo firme, mantendo políticas mesmo quando estas não são necessárias, ou aprofundando a utilização de alguns instrumentos além da necessidade, de modo a mostrar ao mercado sua determinação na utilização de políticas de câmbio fixo;
- a construção de instituições que diminuam a capacidade dos próprios governos em promover alterações na política cambial, de modo a não propriamente convencer os agentes quanto à estabilidade cambial, mas dar-lhes maior segurança quanto à disposição do governo em relação à política e sua possibilidade de alterá-la. Dentro desse contexto, o principal exemplo é a instituição do *Currency Board* e, no limite, a dolarização.

Nem todos os países adotaram ancoragem fortes das taxas de câmbio, como fizeram a Argentina, o Brasil, o Equador ou mesmo o México, valendo-se de alguma forma das estratégias acima referidas em ambiente de forte abertura financeira. Alguns como Chile, Colômbia e mesmo o Peru, seja por terem problemas inflacionários menos dramáticos seja por terem optados por outras estratégias de controle desta inflação se valerem de regimes cambiais menos rígidos. Estes, em geral, mantiverem políticas, nos anos 90, de bandas cambiais, na verdade de *crawling bands* e também, diferente de outros contextos onde a abertura financeira foi mais intensa como na Argentina e no Brasil, mantiveram estratégias de controle de fluxos de capital tentando manter algum grau de autonomia na condução da política monetária e evitando flutuações abruptas na taxa de cambio.

5.3.2. O Regime de *Currency Board*: ascensão e queda na Argentina

Em última instância, o *Currency Board* tem como objetivo trazer maior disciplina às políticas monetária e fiscal nas economias que a adotam o que acaba tornando a ancoragem cambial mais crível. Nesse regime, a taxa de câmbio é fixa, ficando garantida a conversibilidade entre as moedas e a emissão monetária passa a ser vinculada ao estoque de reservas internacionais do país.

Num modelo de *Currency Board*, a Autoridade Monetária perde seu poder discricionário sobre a oferta monetária e o governo passa a experimentar forte restrição aos seus gastos, já que não pode emitir moeda para financiar déficits. Outro aspecto interessante associado à adoção de uma âncora cambial crível é a potencial redução das taxas de juros em função da diminuição do risco de desvalorização cambial. Esses aspectos, juntamente com a fixação de um importante preço da economia (a taxa de câmbio), acabam por estabilizar os preços dos chamados bens *tradeables*, trazendo, assim, ganhos adicionais no controle da inflação. Ou seja, elimina-se, ao mesmo tempo, as causas e parte dos componentes autônomos da inflação. Isto é tanto mais verdadeiro quanto maior for a abertura dessa economia, ou se ela estiver sendo promovida.

Esse regime cambial, porém, apresenta alguns inconvenientes. O primeiro a ser destacado é a diminuição dos instrumentos de política econômica: a política monetária, que fica condicionada ao comportamento das contas externas do país e, principalmente, a política cambial. Dependendo da estrutura institucional do *Currency Board*, pode-se comprometer as operações diárias de controle de liquidez e a capacidade de intervenção das autoridades monetárias frente a possíveis crises bancárias.

Outra grande dificuldade desse tipo de regime reside na avaliação do mercado, nacional e internacional, quanto à capacidade do governo em garantir a conversibilidade da moeda. Para tanto é necessário possuir reservas cambiais e/ou um fluxo de entrada de moeda estrangeira razoável. Esse fluxo, por sua vez, depende do estado de confiança que os investidores estrangeiros depositam no país. Num mundo de incertezas e de grandes movimentos especulativos, tal fluxo está longe de ser estável. Por outro lado, se o país passar a apresentar sucessivos déficits na balança de transações correntes, sem perspectiva de reversão desse déficit no futuro (um quadro de inconsistência intertemporal), o mercado pode entender que a paridade escolhida não é a de equilíbrio, antecipando, por meio de uma forte fuga de divisas, a desvalorização cambial.

Essa possibilidade é reforçada se levarmos em conta dois aspectos. Primeiramente todos os processos de estabilização com base em âncoras cambiais têm apresentado um aquecimento da economia no imediato pós-plano, o que pressiona negativamente a balança comercial. Acresce-se a isso uma tendência à valorização real da taxa de câmbio em função de uma inflação residual que normalmente é superior à inflação internacional, reforçando a deterioração da balança comercial. No curto prazo, o equilíbrio é obtido por meio de conta de capitais, a qual, normalmente, tem uma tendência francamente positiva devido à melhoria das condições de risco da economia e da manutenção de juros elevados, combinados, normalmente, com uma abertura financeira. No

caso dos anos 1990, esse processo foi ainda reforçado por uma situação favorável de liquidez no mercado internacional de capitais.

O fluxo de capitais pode ser, portanto, mais do que suficiente para resolver o problema da balança comercial. Porém, colocam-se novos problemas. Por um lado, a lógica da política monetária induziria a uma elevação da oferta de moeda no país, o que poderia comprometer as metas de controle inflacionário. Tal possibilidade, entretanto, tende a não ocorrer, pois as autoridades geralmente ativam operações de esterilização.[1] Essas operações, contudo, podem significar a deterioração das condições fiscais do governo em função da elevação da dívida pública. Por outro lado, existe o problema temporal relativo ao ingresso de capital externo. Tanto esses fluxos são, como vimos, extremamente voláteis, que no longo prazo eles exigem a geração de uma maior capacidade de atrair recursos de forma a fazer frente aos serviços decorrentes.

Todos esses elementos – deterioração da balança comercial, das contas públicas e incertezas em relação à estabilidade da balança de capitais e as condições futuras de fazer frente aos serviços da dívida – recolocam o problema do risco e das expectativas no cenário da ancoragem cambial. Desse modo, para a manutenção da credibilidade no regime, a política econômica passa a ter contornos recessivos claros,[2] ao mesmo tempo que reforça a necessidade de se fazer ajustes estruturais nessa economia. Tais ajustes visam obter ganhos de competitividade e reforçar a possibilidade de gerar superávits futuros.[3]

Pode-se afirmar também que a provável situação recessiva decorrente da adoção de um regime de *Currency Board* é de difícil sustentação política. Nesse sentido, passam a ser pensadas alternativas para tal situação. A mais evidente é o abandono da âncora, desvalorizando o câmbio e aliviando, assim, as pressões recessivas. O pressuposto para tal medida é a solução do problema que teria justificado a ancoragem: a inflação. Assim, apesar de se correr riscos de volta do processo inflacionário, assume-se que os anos de ancoragem foram suficientes para debelar tal problema. Essa é uma questão que assume uma complexidade maior quando o país adota com muita frequência a âncora – o dólar – como unidade de conta.

A passagem para um sistema de câmbio flutuante, porém, não envolve apenas a questão inflacionária. Nesse contexto, os riscos de crise cambial e fuga de capital não são pequenos. De fato, a disposição do governo argentino em manter o regime de câmbio fixo foi levada às últimas consequências, buscando-se a todo custo manter o regime de *Currency Board*. Este, na Argentina, se diferenciou de uma simples ancoragem cambial pelo fato de ter sido implementado a partir de determinação constitucional que, se não garante

totalmente a credibilidade do sistema, pelo menos reforça essa credibilidade ao criar dificuldades legais e políticas para o governo no caso de sua disposição em alterar o regime. Desse modo, o caso argentino é sintomático, já que a ancoragem cambial, juntamente com o *Currency Board*, foi determinada em lei e esta contemplava também a política monetária que passava a estar condicionada ao desempenho do balanço de pagamentos. A emissão de moeda tornou-se uma função do volume de reservas dessa economia. A moeda nacional passou a estar lastreada nas reservas internacionais do país.

O regime do *Currency Board* argentino foi inicialmente bem-sucedido, pelo menos no que diz respeito ao fim do processo hiperinflacionário naquele país. Também foi crível pois se sustentou por quase uma década de crises financeiras internacionais. Mas sua grande virtude foi o seu grande defeito: a falta de flexibilidade e a grande dependência dos capitais especulativos.

Podemos citar pelo menos dois fatores que contribuíram, por assim dizer, para o trágico fim do *Currency Board* na Argentina. Em primeiro lugar, pode-se apontar as dificuldades em se sustentar um regime de câmbio fixo num mundo que apresenta grande liberdade nos fluxos de capitais de curto prazo. Se o mundo apresenta-se estável sob o ponto de vista financeiro, os capitais de curto prazo podem perfeitamente sustentar eventuais déficits em transações correntes e servir como estabilidade cambial no país que os atrai. Entretanto, as crises cambiais e financeiras ocorridas em várias economias emergentes na década de 1990 demonstram que a estabilidade do sistema financeiro internacional constitui-se não numa regra mas em exceção. A crise do México em 1995 pode ser considerada o primeiro fator de desestabilização do sistema argentino, que somente não se concretizou em crise naquele momento em função dos números favoráveis do intercâmbio comercial da Argentina com o Brasil, beneficiados pelo Mercosul e pela valorização da moeda brasileira. Posteriormente, a Argentina viria a sofrer com as crises na Ásia em 1997 e na Rússia em 1998. A crise cambial brasileira em 1999 parece ter dado o "golpe de misericórdia" na situação já deteriorada. É interessante notar que, enquanto as crises do México, Ásia e Rússia atingiram o país por meio do sistema financeiro, o grande veículo de transmissão da crise brasileira foi pelo lado real da economia, uma vez que o Brasil apresentava-se como o principal parceiro comercial da Argentina. (Wise, 2001)

Em segundo lugar, uma vez que o país adote um regime de câmbio fixo, é importante que ele mantenha a competitividade de suas empresas comparativamente ao resto do mundo. Isso parece não ter ocorrido na Argentina, que tornou-se um país "caro". Apesar do sucesso do plano de estabilização, a inflação Argentina manteve-se acima da dos Estados Unidos durante o período

de 1991 a 1994 (Wise, 2001a). Uma alternativa para recuperar a competitividade das empresas argentinas seria aprofundar os ajustes no mercado de trabalho. Isso, obviamente, não ocorreu, tendo em vista que este mercado está longe de apresentar flexibilidade salarial. Do mesmo modo, a manutenção do câmbio fixo exigia aprofundamentos ainda maiores nos ajustes no governo argentino (incluindo as províncias). Os sucessivos e crescentes déficits nas transações correntes Argentina, juntamente com os problemas estruturais destacados anteriormente, evidenciaram a situação insustentável do sistema. A crise cambial naquele país seria apenas uma questão de tempo, particularmente após a crise brasileira em 1999. E de fato acabou por acontecer no início de 2002, levando a Argentina a uma profunda crise econômica.

Mas então por que a Argentina não se desfez do *Currency Board* antes da deterioração das condições que pudessem sustentar o regime? Para se ter uma possível resposta a essa questão, deve-se considerar a questão patrimonial. No caso da Argentina, observou-se, durante o período do *Currency Board*, um elevadíssimo endividamento em moeda estrangeira; ou seja, o passivo de sua economia estava praticamente todo *dolarizado*. Uma desvalorização cambial significaria um prejuízo de grandes dimensões sobre a economia argentina, que colocava em risco todo o setor privado e o próprio setor público. Pode-se destacar também o que Corden (2001) chamou de "síndrome do ajuste relutante da taxa de câmbio". Essa "síndrome" é explicada pela perda de credibilidade política de um governo que construiu todo um plano de estabilização baseada na ancoragem cambial.[1] No caso Argentino, isso é traumático tendo em vista o processo hiperinflacionário experimentado pelo país antes do plano de conversibilidade. O risco de retorno da inflação decorrente da desvalorização cambial poderia ser o fim político do governo de Carlos Menem. Por ironia do destino, o fim político desse governo acabou sendo detonado não pelo retorno da inflação, mas pela insistência em manter um regime que cada vez mais tornou-se insustentável a partir das crises financeiras iniciadas com a crise mexicana. Os ajustes patrimoniais na economia argentina decorrentes da desvalorização do peso, por sua vez, explicam boa parte da forte recessão que esteve associada a essa desvalorização.

5.3.3 O caso extremo: a dolarização

A dolarização é o regime mais radical de ancoragem cambial. O exemplo mais recente de dolarização pode ser creditado ao Equador.[2]

No início dos anos 1990, o Equador promoveu uma série de reformas liberais (inclusive financeiras) e utilizou um plano de estabilização baseado em ancoragem cambial, com um regime inicialmente de flutuação suja e com

tendência a valorização do *Sucre*. Esse regime foi substituído em 1994 por um sistema de bandas, com mudanças preanunciadas que buscavam conduzir as expectativas no sentido de auxiliar na redução das taxas de inflação. A princípio, a estratégia foi positiva já que a inflação atingiu, em 1995, seu nível anual mais baixo da década (22%). (Jacome, 2004) Este mesmo ano, porém, marcou o início da desestabilização com alguns "choques externos".[1] Esses choques e a perda de controle fiscal se associaram a uma reversão dos até então positivos fluxos de capital. Nesse momento, o regime cambial também se deteriorou e os parâmetros das bandas cambiais passaram a ser constantemente ajustadas, acarretando a perda de credibilidade da capacidade de controle das expectativas.

Associada a essa crise, iniciaram-se também os problemas no setor financeiro da economia equatoriana, com, por exemplo, a quebra do Banco Continental em 1996. Essas dificuldades estão associadas tanto aos efeitos causados pela reação do Banco Central equatoriano à crise (elevação da taxa de juros e aumento da inadimplência) quanto aos descasamentos (prazos e ativos) do sistema financeiro equatoriano que passara por um amplo processo de liberalização, mas cujas regras de *sound finance* não haviam sido incorporadas nem institucionalmente nem na prática bancaria cotidiana.

Depois de um período mais difícil, a economia equatoriana se equilibrou de modo precário até 1998. Nesse período, verificou-se, na prática, uma intensa dolarização de ativos e passivos e, mesmo que essa medida não tenha atingido de maneira mais forte todos os bens da economia, muitos deles passam a ter seus preços fortemente atrelados ao dólar. A partir de 1998, uma nova onda de choques externos atingiu o Equador[2] e aprofundaram-se os descontroles fiscal e financeiro, surgindo uma expressiva crise bancária e cambial. No contexto do enfrentamento de tais crises, além de uma forte recessão e altas taxas inflacionárias (uma das maiores da América Latina nos anos 1990), o país optou, a partir de janeiro de 2000, por um processo de substituição do *Sucre* pelo dólar.[3]

O debate em torno da dolarização também esteve presente na Argentina. Após a desvalorização cambial no Brasil, o governo de Menem rapidamente tratou de desmentir os rumores acerca do fim do *Currency Board*, explicitando a sua intenção em dolarizar totalmente a economia argentina caso o mercado apostasse contra aquele regime cambial. Alguns economistas, aliás, defendiam essa medida para a Argentina que, em função do histórico de hiperinflação e do próprio regime de *Currency Board*, já tinha uma tradição na utilização do dólar como meio de troca.[4]

Na dolarização, a moeda local é substituída pelo dólar, ficando a autoridade monetária totalmente condicionada ao desempenho das contas internacionais do país e ao volume de ingresso de moeda externa. Os objetivos são os mesmos do

Currency Board: maior disciplina monetária e fiscal. A grande diferença está na não mais necessária manutenção da estabilidade cambial, o que é um fator positivo sob o ponto de vista dos investidores internacionais, que não mais temeriam as desvalorizações cambiais não antecipadas. Assim, impõe-se, a partir do exterior, uma disciplina fiscal que não é obtida por determinação interna, ao mesmo tempo em que desaparece a instabilidade cambial. A principal questão associada à dolarização, contudo, é sua quase total irreversibilidade, o que faz com que suas vantagens e desvantagens sejam potencializadas.(Berg, Borensztein, 2000)

Uma grande vantagem dessa medida diz respeito à diminuição dos custos do financiamento internacional associado ao risco de desvalorização cambial. No tocante às desvantagens, pode-se destacar a perda dos ganhos financeiros com a emissão monetária (*seignoriagem*) que resultaria da dolarização. Um país que possui uma *Currency Board* pura, em que a base monetária está totalmente lastreada pelas reservas, a perda é igual ao montante dos ganhos das aplicações financeiras internacionais dessas reservas. No caso argentino, esses ganhos eram de mais de U$ 700 milhões por ano. (Wise, 2001)

Outro problema da dolarização é a perda de soberania na condução da política monetária, que fica subordinada às decisões tomadas nos Estados Unidos, o que implicaria, por exemplo, na perda de capacidade do governo local em socorrer o sistema financeiro em caso de grandes corridas bancárias. Se por um lado é verdade que a prática de fornecer liquidez diária não estaria totalmente perdida com a dolarização, desde que instituições adequadas fossem criadas e dotadas de recursos líquidos em dólar, o papel pleno de um emprestador, em última instância, seria bastante difícil de se realizar dada a necessidade de um volume elevado de recursos líquidos na mão da instituição responsável. Por outro, lado a dolarização pode proporcionar um setor financeiro mais forte, que tivesse uma dependência menor desse tipo de socorro. Nesse caso, porém, a tendência implica também em uma forte desnacionalização do sistema financeiro do país.

O grande dilema nesse regime refere-se à evolução cíclica do país que adotou a dolarização frente aos Estados Unidos e o impacto que uma crise provoca em cada uma dessas economias. Quanto mais díspares são as economias, maiores são os problemas. Como as economias não se comportam com um mesmo padrão e recebem impactos diferenciados de uma alteração na conjuntura internacional, as medidas tomadas nos Estados Unidos quanto à política monetária podem ser contrárias ao recomendado ao país “dolarizado” naquela mesma conjuntura. Entretanto, este não dispõe mais de instrumentos para enfrentar tal conjuntura e depende de políticas sobre as quais não possui controle e que lhes são, provavelmente, desfavoráveis. A expectativa positiva,

contudo refere-se à maior aproximação com o governo norte-americano. Tal aproximação leva o país dolarizado a se valer das vantagens de estar sob um regime monetário saudável, possibilitando incremento na confiança do setor privado e, consequentemente, nos investimentos. A tendência também é que haja uma convergência das variáveis monetárias, como a inflação. O fim das diferenças monetárias e cambiais também pode diminuir os custos de transação envolvidos no comércio entre os dois países, intensificando-o.

Outro problema relacionado à dolarização refere-se ao seu impacto sobre a estrutura de ativos e endividamento do país na transição dos regimes. Quando o diferencial entre as taxas de juros interna e externa for grande, é comum empresas buscarem empréstimos no sistema financeiro internacional. Tais empréstimos acabam sendo corrigidos pelos juros externos mais variação cambial. O problema é que, nos momentos que antecedem a dolarização, geralmente procedem-se desvalorizações corretivas. Tais desvalorizações acabam por elevar, em dólar, o valor da dívida, inviabilizando pagamentos e elevando o nível de inadimplência do país. Esse caso é claro no Equador, sendo que o processo crise/dolarização provocou grandes alterações distributivas no país.

Se acompanharmos a situação equatoriana pós-dolarização, os elementos acima destacados podem ser percebidos com clareza. A partir de 2001, a estabilização gradualmente foi reconquistada. Talvez de forma mais gradual do que o esperado teoricamente, pois inflação não vem diretamente aos níveis internacionais, o que acarreta uma forte perda de competitividade dos produtos equatorianos. Por outro lado, as taxas de crescimento voltam a se recuperar, em função, de certa maneira, da retomada da confiança. Um elemento merece destaque no caso equatoriano: é a construção (encerrada em 2003) de um importante *oil-pipline* que gera empregos e atrai novos investimentos. Essa obra, juntamente com a retomada dos preços internacionais do petróleo é fator importante na retomada da economia equatoriana nos primeiros anos do século XXI. Os problemas relativos ao controle das contas públicas, da enorme dependência não apenas do ponto de vista do balanço de pagamentos[1] como também fiscal das exportações de petróleo continuam sendo os calcanhares de Aquiles da economia equatoriana, sem falar no déficit social agravado no período recente (Beckerman, Solimano, 2002).

Um último aspecto com a relação à dolarização, especialmente sobre a sua adoção pela Argentina, seriam os impactos sobre o Mercosul. A rigor, não havia grandes mudanças entre a dolarização e a situação anterior de *Currency Board* no que concernia então ao Mercosul. (Berg e Borensztein, 2000). O problema, porém, é que a dolarização seria difícil de ser revertida, de modo que o

aprofundamento do Mercosul, que potencialmente requer uma integração monetária, poderia estar comprometida, a não ser que esse aprofundamento se faça em um nível regional mais amplo envolvendo toda a América.

Todos estes problemas talvez tenham desencorajado a Argentina em optar pela dolarização após a crise da moeda brasileira em 1999, apesar da tradição do uso dólar na neste país ser muito grande.[2]

5.3.4 O sistema de ancoragem no Brasil e a sustentação do Plano Real

A estratégia de estabilização brasileira foi diferente da adotada na Argentina, apesar de ambos utilizarem âncoras cambiais. Se a Argentina, face à questão da credibilidade anteriormente levantada, se valeu da legalização de um *Currency Board*, o Brasil partiu para uma guerra de expectativas, buscando ganhos de reputação e sinalizando grande disposição em não abandonar a âncora cambial. A sua ancoragem, porém, repousa sob um sistema de bandas, inicialmente assimétrica, mas que se modifica ao longo do tempo.

Quanto à questão da reputação, é importante destacar a persistência do governo brasileiro em não se valer da taxa de câmbio para obter ganhos de competitividade, mesmo em momentos de maior pressão tanto política quanto econômica. Esse ponto é reforçado com inúmeros sinais enviados pelo governo ao mercado; e um desses sinais foi a descomunal elevação das taxas de juros, que, se por um lado serviam para compensar o risco dos investidores internacionais e atrair um grande fluxo de capitais para o país, por outro impuseram custos políticos internos não desprezíveis.

O sistema de bandas adotado pode ser considerado uma forma mais "leve" de ancoragem cambial. No caso brasileiro, permitia-se inicialmente, por meio de uma banda assimétrica, a fixação da taxa de câmbio abaixo de um teto máximo estabelecido. Em uma situação de forte entrada de divisas, o real passa a se valorizar frente ao dólar. Essa valorização cambial (possível no caso brasileiro, mas não no argentino) reforça os impactos positivos da ancoragem, transformando-se em uma "superâncora cambial", já que seu impacto foi o de baratear ainda mais os produtos *tradeables*, efeito reforçado pela abertura econômica.

Por outro lado, houve uma elevação das importações e também um desestímulo às exportações, o que contribuiu para uma deterioração do saldo da balança comercial. Sucessivos déficits na balança comercial acabam por criar

problemas nas contas externas, elevando a dependência do país em relação ao fluxo internacional de capitais, além de elevar o risco de descontrole cambial por parte da autoridade econômica. O grande problema desse modelo consistia na necessidade de se manter altas taxas internas de juros, o que reduz os investimentos e, consequentemente, compromete o crescimento do país, além de elevar o nível de inadimplência interna. A situação é particularmente grave quando se verifica forte instabilidade no movimento de capitais internacionais. Tal instabilidade demanda taxas de juros cada vez maiores, podendo levar o país a experimentar um forte processo recessivo. No caso brasileiro, foram notórias as dificuldades enfrentadas por ocasião das crises mexicana, asiática e russa. Tais crises levaram o Brasil a elevar as taxas de juros internas a patamares extremamente elevados, gerando, assim, um forte quadro recessivo.

Esse quadro foi parcialmente minorado com o estabelecimento, a partir da crise mexicana, de um sistema de bandas, agora simétricas (com piso e teto),[1] que passou a ser utilizado pelo governo para a condução de um leve processo de desvalorização nominal da taxa de câmbio, sem que, no entanto, significasse o rompimento com a estratégia de ancoragem.[2] Tal sistema tinha bandas que se alteravam (*crawling bands*) e uma forte intervenção intrabanda pelo governo, fixando um banda curta quase que diária dentro de um banda mais larga. Na prática, tínhamos uma espécie de *crawling peg*, em que o câmbio se desvaloriza nominalmente, mas em termos reais permanece praticamente fixo, dependendo do indicador de preços considerado.

Mesmo com essa ligeira desvalorização nominal controlada, os problemas da ancoragem no Brasil, notadamente a recessão e as dificuldades no balanço de pagamentos, continuaram e levaram ao rompimento da política de âncora cambial no início de 1999, quando a economia brasileira passou a adotar um regime de flutuação suja. A passagem não foi tranquila, ocorrendo um *overshooting* da taxa de câmbio, porém com poucas consequências inflacionárias. Também no Brasil houve resistência para a passagem para um sistema de câmbio flutuante depois de, em tese, resolvido o problema inflacionário.

Deve-se considerar o processo eleitoral brasileiro, que pode explicar a destacada "síndrome do ajuste relutante da taxa de câmbio". O grande triunfo do governo de Fernando Henrique Cardoso foi a consolidação da estabilidade inflacionária, cuja ancoragem cambial teve um papel fundamental. No ano eleitoral de 1998, a possível inflação resultante da desvalorização cambial poderia reduzir as chances de reeleição do presidente. Além disso os destacados efeitos patrimoniais da desvalorização cambial também poderiam ter claros efeitos eleitorais. Assim, após o processo eleitoral e reeleito o presidente FHC, era de se esperar uma flexibilização do regime cambial. Isso porque, dada a

importância da estabilidade inflacionária no processo político, seria mais fácil administrar as críticas ao modelo de estabilização ou mesmo administrar a possível inflação no início de um novo mandato presidencial e controlar os efeitos patrimoniais decorrentes. E de fato, a mudança de regime cambial ocorreu logo após a posse do mesmo presidente num novo mandato.

Deve-se destacar, porém, que a mudança no regime cambial brasileiro foi precedida por um processo de proteção do setor privado com passivo em dólar, de modo a evitar grandes perdas sobre tais setores causadas pela desvalorização. Nunca é demais lembrar que boa parte das grandes empresas nacionais (e mesmo as multinacionais operando no Brasil) se endividaram no mercado internacional (mesmo para fugir das elevadas taxas de juros internas). Até a crise russa, a estrutura de ativos dessas empresas estava desequilibrada, pois havia um passivo cambial a descoberto. Ao longo de 1998, buscou-se resolver essa situação, de forma a permitir uma transição para cambial com desvalorização indolor. Para tanto, buscou-se ganhar tempo contendo ataques especulativos (um elemento importante nesse sentido foi o acordo com o FMI). A proteção acabou sendo dada pelo setor público por meio operações no mercado futuro (especialmente dos bancos oficiais), a emissão interna de títulos públicos com cláusula cambial e venda de moeda estrangeira (Gremaud, Toneto Jr. 2001) Na prática, o próprio governo, ao dar o *hedge* necessário ao mercado, acabou sendo o grande prejudicado quando da desvalorização cambial realizada depois da eleição. É justamente esse problema que a Argentina teve grande dificuldade de enfrentar, na verdade o tamanho do Estado argentino face ao endividamento privado naquele país não permitia a absorção do custo patrimonial da desvalorização por parte do governo.

A vantagem dessas atitudes foi o fato de a desvalorização brasileira não ter provocado grandes falências no setor privado, evitando, assim, uma recessão muito grande, o que, combinado ao baixo impacto inflacionário da desvalorização, pode ser comemorado como uma transição cambial de relativo sucesso. Após a mudança no regime cambial brasileiro, duas importantes consequências merecem ser destacadas. Primeiro, houve uma tendência crescente na taxa de câmbio no Brasil. Isso sugere um grande desalinhamento no período anterior a 1999. Se por um lado esse desalinhamento foi funcional à estabilização inflacionária, por outro piorou o desempenho das contas externas brasileiras. Este foi considerado, por muitos, um dos principais custos do Plano Real. Além disso, verificou-se uma volatilidade expressiva no comportamento da taxa de câmbio, demonstrando as dificuldades em se manter a estabilidade cambial num mundo de grandes incertezas nos fluxos financeiros.

Além dessas implicações, a desvalorização da moeda brasileira acabou por forçar a desvalorização em outros países da América Latina, em particular nos

países-membros do Mercosul. Ou seja, a mudança de regime cambial em uma grande economia latino-americana acabou por representar um "golpe de misericórdia" nos demais sistema de câmbio fixo ou estável, particularmente na Argentina, onde, conforme discutido, a desvalorização poderia levar à ruína do país. E de certa forma levou. Toda essa instabilidade cambial acabou também por causar um retrocesso no Mercosul.

Outra importante consequência da flexibilização cambial no Brasil foi a adoção, após 1999, do regime de metas de inflação (*inflation targeting)*. Uma vez abandonada a ancoragem cambial, tornou-se necessário, na visão das autoridades econômicas locais, um novo tipo de ancoragem. Essa "ancoragem monetária" tem sido bem-sucedida no Brasil, uma vez que o processo inflacionário não se mostrou perverso nos anos que se seguiram à mudança no regime cambial. Essa ancoragem monetária não foi adotada nos demais países do Mercosul talvez em decorrência do forte quadro recessivo verificado nessas economias, particularmente na Argentina.

5.3.5 As flutuações administradas.

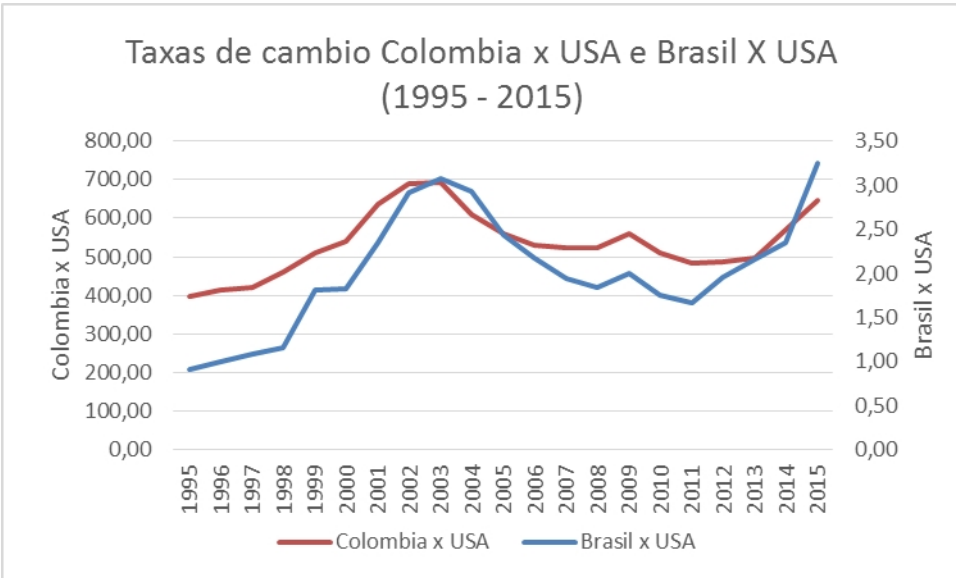
Em um momento ou outro os países que adotaram ancoragens cambiais mais rígidas acabaram por abandonar estas estratégias, que obtiveram, em geral com algum sucesso para debelar o processo inflacionário, mas implicaram em uma crise de Balanço de Pagamentos em função de problemas na balança de transações correntes e expansões dos passivos externos Este abandono se deu para uns mais cedo como o caso do México, outros no fim da década como o Brasil, e alguns já no início do século XXI como é o caso da Argentina. Nota-se, contudo, em torno da passagem do século, uma transição de praticamente todas as economias latino americanas para regimes cambiais mais flexíveis. Mesmo aqueles países que não adotaram ancoragens rígidas e que adotaram regimes mais leves, regimes de bandas cambiais, como Colômbia e Chile, transitaram para regimes flutuantes.

Algumas transições para o regime de câmbio flutuante foram mais dramáticas que outras como foi o caso da Argentina. E depois do câmbio flutuante também se acompanha algumas diferenças e semelhanças. Muitos países adotaram, como já adiantado para o caso do Brasil, uma nova institucionalidade para o combate a inflação, ou seja, o sistema de metas de inflação. Desta forma combina-se um regime de câmbio flutuante, com intervenções feitas neste mercado por parte do governo com base no sistema de metas de inflação. Ou seja, o governo administra o regime cambial com vistas a levar a taxa de cambio, quando possível, para um comportamento favorável ao controle inflacionário. Este foi o caso não apenas do Brasil, mas também do

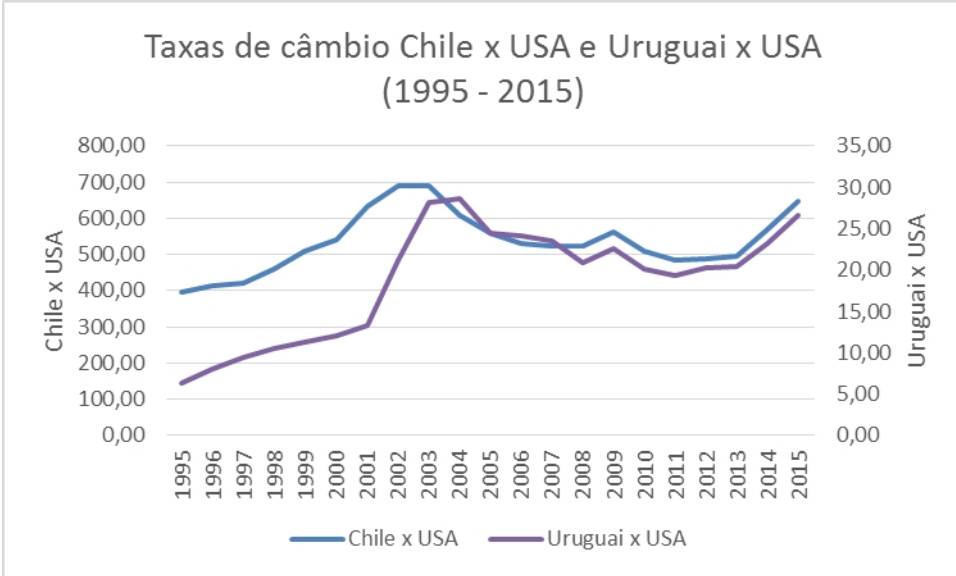
México depois de 1999, do Chile e da Colômbia (estes últimos já se valiam do sistema de metas de inflação desde o início dos anos 90) e do Peru.

O início dos regimes de flutuação suja da maioria dos países latino-americanos se fez com os governos agindo sobre os mercados, procurando evitar grandes flutuações, havia o que Calvo e Reinhardt (2002) chamavam de medo da flutuação por parte dos governos com medo dos efeitos da desvalorização cambial sobre a inflação e sobre a estabilidade do sistema financeiro destes países.

Em muitos países nota-se a preocupação nos momentos iniciais do regime de câmbio flexível com possíveis exageros da desvalorização cambial em função de choques e crises internacionais, esta desvalorização pode ser percebida nos gráficos abaixo que representam o comportamento cambial de Brasil, Colômbia, Chile e Uruguai, no início do século XX, até aproximadamente 2003 dependendo do país.



Fonte: dados básicos Cepal



Fonte: dados básicos CEPAL

Em meados da década inicial do século XXI até o início da década seguinte, nestes mesmos países, ainda sob o regime de flutuação suja e com forte abertura de conta de capital, o cenário se inverte e, em função de entrada de capital fortemente positiva em alguns casos e também superávits expressivos na conta comercial (no caso brasileiro os dois elementos se conjugam especialmente a partir de 2005) a intervenção se inverte por parte do governo. Existe uma forte tendência de valorização das moedas nacionais, esta valorização é inicialmente bem-vinda dados os efeitos positivos que ela traz sobre a redução da inflação, a entrada de capitais também permite a acumulação de reservas por parte do governo que entra no mercado adquirindo divisas e assim melhorando seu posicionamento estratégico no mercado (com aumento das reservas internacionais a sua disposição).

Porém com o tempo surgem questionamentos sobre esta tendência de valorização da moeda nacional em função de seus efeitos sobre o posicionamento competitivo destas economias frente a seus concorrentes. Com a valorização as importações se barateiam, por um lado, facilitando a incorporação de tecnologias internacionais, mas por outro, pode causar um padrão de consumo exageradamente internacionalizado e dificulta o processo desenvolvimento de padrões tecnológicos mais avançados no próprio país. As exportações também começam a enfrentar problemas, apenas produtos fortemente competitivos frutos de vantagens competitivas muito fortes resistem a esta valorização cambial, concentrando as exportações destes países normalmente em produtos recursos naturais intensivos e desindustrializando, ao mesmo parcialmente, a pauta de exportações e a própria estrutura produtiva dos

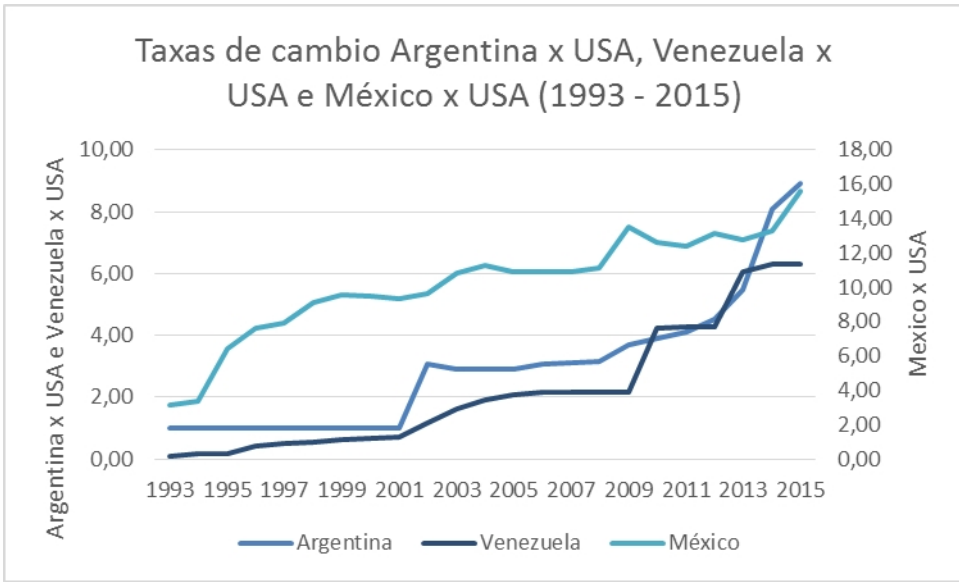
países.

Dados os riscos que esta valorização passa a trazer sobre o estilo de desenvolvimento dos países cresce a pressão para intervenções mais fortes por parte do governo de modo a reverter a tendência de valorização ou estimular a desvalorização cambial incentivando melhores posicionamentos no comércio internacional, ou seja, a defesa de estratégias que ficam conhecidas com estratégias de um "mercantilismo moderno", este evitar de uma maior valorização (ou promoção de alguma desvalorização) num ambiente de ingresso de capital reforçou o posicionamento dos governos em adquirir divisas no mercado flutuante o que implicou em fortes ampliações de reservas como ocorreu no caso brasileiro, peruano e colombiano de maneira significativa e em menor grau no México e no Chile (Frankel e Rapetti, 2012), os custos desta estratégia levaram alguns países a iniciaram a implementação de medidas que passaram a dificultar o ingresso de capitais como foi o caso do Brasil e da Colômbia com vistas a diminuir a pressão desvalorizadora no câmbio. Esta situação, contudo, se alternou com a própria reversão do cenário externo e a diminuição dos fluxos de capitai em direção aos países latino americanos no início da década atual, o que em conjunto com algumas alterações nos fundamentos das economias nacionais fez com o comportamento do câmbio voltasse a se reverter e passasse novamente a se desvalorizar.

Assim, no regime de flutuação suja, as taxas flutuaram em países como Brasil, Chile, Colômbia e Uruguai com uma desvalorização no início da primeira década do século, sendo depois sucedido por tendência de valorização que vem até pouco depois da grande crise de 2008. É apenas no período mais recente que as taxas voltaram a se desvalorizar.

Comportamentos diferentes tiveram as taxas de câmbio em países como México, Argentina e Venezuela como pode ser observado comparado os gráficos sobre a evolução das taxas de câmbio. Nestes países não se percebe este processo inicial de desvalorização seguida por uma valorização cambial e, mais recentemente, nova desvalorização cambial, nestes países não se observa a valorização cambial ocorrida antes da crise de 2008.

Na Argentina em 2001 temos a crises que põe fim ao regime de conversibilidade e ocorre uma forte desvalorização cambial, mas depois mesmo com o regime de câmbio fixo sendo abandonado há um período de relativa estabilidade da taxa de cambio até o final da década quando novas pressões desvalorizadoras apareceram.



Fonte: dados básicos CEPAL

Na Venezuela a situação é diferente. O regime de bandas lá adotada desde meados dos anos 90 com controle de capitais foi alterado também no início do século (2002), passando para um regime de flutuação com tendências de desvalorização cambial. Porém existe uma alteração substancial nos anos subsequentes com a implementação de fortes controles sobre os fluxos de capital e o retorno a um regime de câmbio fixo. No final da década uma nova alteração impôs um regime de cambio múltiplo com uma parte das transações ocorrendo em mercado com câmbio fixo (uma parte em um mercado com uma taxa mais valorizada e outras em outro mercado com taxas mais desvalorizadas) e outras transações ainda agindo num mercado de câmbio flutuante, com forte desvalorização cambial.

5.4. Considerações finais

Não existe um consenso em torno do melhor regime cambial. As opções são muitas e a escolha entre elas depende dos objetivos da própria política econômica e das condições tanto da economia nacional quanto da situação da economia internacional. Pode-se observar que, nos últimos 25 anos, os países latino-americanos percorreram por quase todas estas possibilidades de regimes cambiais tanto em função da alternância dos objetivos – do combate à inflação à promoção do crescimento – como de diferentes momentos políticos e econômicos em um mundo caracterizado por uma conjuntura de crises financeiras.

De uma forma geral se transitou de regimes mais fechados em termos da conversibilidade das moedas nacionais nas moedas internacionais para regimes mais abertos ao mesmo tempo se passou de regimes onde a formação da taxa de cambio era fixada pelo governo (regimes de câmbio fixo) para situações onde o mercado se tornou mais flutuante mesmo que neste mercado ainda houvesse uma forte intervenção do governo.

Referências

AGENOR, P. R.; MONTIEL, P. J. *Development Macroeconomics*. Princeton: Princeton University Press, 1996.

BALIñO, T.; ENOCH, C. Currency Board Arrangements: Issues and Experiences. *IMF Occasional Paper*, n. 151, Aug. 1997.

BECKERMAN, P.; SOLIMANO, A. (Ed.). *Crisis and Dollarization in Ecuador*: Stability, Growth and Social Equity. Washington: The Wold Bank, 2002.

BANCO INTERNACIONAL DO DESENVOLVIMENTO. Além das fronteiras: o novo regionalismo na América Latina. *Relatório obre o progresso econômico e social na América Latina*, 2002.

BERG, A.; BORENSZTEIN, E. The Pros e Cons of Full Dollarization. *IMF Working Paper WP/00/50*, 2000.

CORDEN, W. M. Regimes e políticas cambiais: uma visão geral. *Revista de Economia Política*, v. 1, n. 3 (83), julho-setembro, 2001.

EICHENGREEN, B. Does Mercoul Need a Single CUrrency? *NBER Working Paper*, n. 6821, Cambridge: NBER, December, 1998.

FFRENCH-DAVIS, R.; GRIFFTH-JONES, S. (Comp.). *Las nuevas corrientes financieras hacia La América Latina*. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica, 1995.

FRENKELL, R & RAPETTI, M. Exchange Rate Regimes In The Major Latin American Countries Since The 1950s: Lessons From History in: *Journal of lberian and Latin American Economic History*

Vol. 30, No. 1, 2012.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Exchange Arrangement and Foreign Exchange Markets: Development and Issues. *World Economic and Financial Surveys*, 2003.

_____ Annual report on Exchange rate arrangemet and Exchange restrictions. Washington: FMI, 2014.

GREMAUD, A.; TONETO JR., R. A crise cambial brasileira. *Textos para discussão – FEA-RP*. Universidade de São Paulo, n. 20, 2001. Disponível em: www.cpq.fearp.usp.br.

JÁCOME, L. I. The late 1990s Financial Crisis in Ecuador: Intitutional Weaknesses, Fiscal Rigidities and Financial Dollarization at work. *IMF Working Paper WP/04/12*. Jan., 2004.

KRUGMAN, P. A Model of Balance of Payment Crisis. *Journal of Money, Credit and Baking*, v. 11, Aug., 1979.

OBSTFELD, M. The Logic od Currency Crisis. *NBER Working Paper 4640*, February, 1994.

YI, G. Exchange Rate Arragement: Flexible and fixed exchange rate debate revisited. Washington, FMI, 2013

WISE, C. *Currency Board* da Argentina: os laços que unem? *Revista de Economia Política*, v. 21, n. 3 (83), jul.-set., 2001.

_____. Política de câmbio na América Latina: debates, desempenho e as políticas de escolha

política.
Revista de Economia Política, v. 21, n. 3 (83), jul.-set., 2001a.